

# 黄金大师课加餐8：10多年以来新低的黄金波动率隐含着什么？

戳此加入学习付鹏的[《黄金投资大师课》](#)

加餐8：10多年以来新低的黄金波动率隐含着什么？

本期内容首发于 [《付鹏说》2019年5月11日 链接](#)



## 本期提要

- 1、分析在美国不断加息的过程中，黄金的波动率急速下降

## 本期内容

首先，在去年的四季度说过黄金会有一波一两百美金的行情，这个判断主要是来自于对美国经济，美联储货币政策调整。基于这个基准，会在去年的四季度和一季度整体看到债券和黄金的同步行情，这是一个主基调。

目前来讲美债十年期已经降到了2.4%、2.5%的区间，但是黄金的价格并没有打破关键上限，现在是在1350左右。关键上限是源自于2013年黄金进入到美国整体加息周期，从高点回落之后形成的一个技术性区间，这个区间的幅度实际上在大幅削弱，从2013年的1400到2016年最低时候的1000，然后收窄到1350左右，到1100，再到1350左右，然后到1200。

基本上形成了这样的一个状态。更关键的一点是黄金波动率越来越低。在美国不断加息的路径中间，黄金的波动率在急速下降，并且形成一个区间范围。

2019年的1月份这波行情走完，黄金起点其实要比美债早一点，黄金基本上在三季度就完成了底部的构造，伴随着美债的见底，最高的时候3.2%、3.3%，风险开始释放。对于美联储预期的判断上，春节前后当时判断美债收益率大概下行到2.6%、2.7%的中枢水平。

到这为止美联储做出了做出了一个中性判断，从加息进入到了观察期。进入到观察期以后，黄金在2.6%到2.4%的美债表现中间进入到了技术性的调整状态。从相关的技术指标上来看，调整比较符合技术性特点。



在这个过程中更关键的是调整中的波动率。Q4季度的这波行情里面，整体的波动率从2017年的状态下有所抬升，波动率大概均值在12%、13%左右。在这波行情中间，CBOE（芝加哥期权交易所）黄金波动率指数大概抬到了16%，这是蛮好的状态。进入到调整阶段以后，黄金的行情波动并不大，窄幅的20、30美金的波动，就是增减20、30美金的波动。这个幅度相对于黄金来讲不算大，一千多块钱里二三十的波动不算大，但奇怪的是波动率下降的幅度非常快。

在整个2019年的年初，Q1、Q2季度里边看到了一些状态。跟前面几期付鹏说连在一起，会发现VIX（Volatility Index，芝加哥期权期货交易所使用的市场波动性指数，代表收益）急速下降，代表新兴市场汇率的波动率指数急速下降，代表风险性的汇率日元的波动率急速下降，代表风险的黄金的波动率急速下降，并且都是创新低，出现了九点几，低于十的超低波动率。

这基本上是2000年以后几乎最低的波动率水平，更是过去十年以来首次看到这么低的波动率。这么低的波动率都隐含着较大的变量，就是后边的波动率会面临放大。从所有大类资产风险相关的低波动率上看，它实际上表明大家忽视、低估风险性资产的后期波动，对风险问题给予的风险定价是极低的，大家现在完全不care出现一些大的风险。像去年波动率的超意外抬升，实际上都是在市场并没有做好准备，反馈起来以后造成的波动率放大。

在2017年年底出现几个迹象，美债收益率上到3%，长短端利率倒挂，那个时候也出现了极低的，低于10%的权益波动率。当时跟大家说，很难预测后面会发生什么，有什么突发性事件，但是几个警戒信号在透露信息。第一，债券倒挂。债券作为大类资产的核心，债券倒挂加上极低的波动率，这往往是隐含着较大波动。就是说前瞻已经表明可能会有风险和负反馈，负向正反馈产生，而当下的风险定价又极低，这往往是会出现波动。

这是一个非常好的经验，过去的两期《付鹏说》对今年的关注也观察到了类似于这样的现象。像现在的中美贸易的问题只是一个导火索。所有事情不知道会隐含着发生什么，为前面给予风险定价太低，一些突发的意外性事件就会引发市场比较剧烈的反馈。放到黄金上也可以看得很清楚，波动率区间已经被压缩得非常窄，到了1220、1230左右，下面基本上只剩下1320、1330左右，区间已经收缩到差不多100美金，跟日元的状态一样。不确定会有什么突发性的事件发生，导致风险定价重新放大，这是要非常注意的情况。

至于到底是暴涨还是暴跌。首先对于黄金的方向性的选择取决于通胀保值债券（TIPS）。美联储是先于经济预期降息，还是等经济下来再做调整。换句话说就是十年期债券继续往下走，美联储保持在观察期，这样对黄金有支撑作用。但是如果十年期债券还没给出定价，但是美联储前瞻性预估已经开始往下走，这对黄金是承压

的。

两个组合一前一后，前瞻性和后置性将直接导致方向性问题。但是可以用更简单的方法。既然给予的风险定价这么低，那么两个期权的成本可能会比较低，call put 的成本比较低，区间又这么小，完全可以用option期权组合成一个放大未来波动率的交易，或者直接交易相关的黄金波动率的衍生产品，这样就不用判断方向，就是在赌，或者说在交易这么低的风险定价，在债券、经济、美联储已经有了前瞻性指引以后，后面会放大即可。

黄金波动率原则上来讲跟美债长短端利率倒挂高度相关。原则上来讲，交易黄金波动率未来的放大，是类似于在交易美债长短端利差扁平到扩开的过程。这个时间没法判断，但是如果从黄金的参考标上的图形，还有价格空间上去看，我总觉得这个事情可能非常接近。两期内容结合在一起，风险定价和风险性事件的出现组合在一起，都是在提醒要防御一些不确定的事情，当下会产生的负向正反馈会比较大，要留意。

- E N D -

# 黄金投资思维特训

搭建FICC视角下的黄金投资方法论

## 一、黄金大师课概览与框架

1.1 黄金大师课概览

1.2 黄金大师课框架

## 二、资本市场的成熟化与投资启示

2.1 黄金历史价格走势复盘

2.2 黄金中观框架：实际利率

2.3 黄金：历史的天空回顾——隐形通货膨胀税

2.4 黄金：历史的天空回顾——石油危机与利率约束

2.5 黄金：历史的天空回顾——布雷顿森林体系崩溃

2.6 美国企业债务杠杆问题



2.7 美国财富的累积与分配

2.8 透过财政赤字看美国社会的核心问题

2.9 利率的终结导致美国社会阶层固化

### **三、黄金宏观分析框架与历史复盘**

3.1 黄金宏观框架：债务与信用

3.2 透过美国四大部门杠杆看债务与信用

3.3 美国信用问题与债务货币化

3.4 日本和中国的四大部门杠杆

3.5 黄金分析框架与路径总结

### **四、黄金与其他资产的分析框架**

4.1 黄金租赁利率

4.2 黄金与日元：套息交易下的反馈机制

4.3 黄金与其他资产的比价、传导关系

### **五、黄金交易层面的注意事项**

5.1 黄金CFTC持仓分析

5.2 商品交易层面方法论上的思考

## 六、白银分析框架与交易策略

6.1 白银基本面分析的特殊性

6.2 商品的实货交易与风险对冲